

制冷配件龙头经营高景气度有望延续

——三花股份(002050)调研简报

核心观点

近日,我们对公司进行了实地调研,就下游行业的相关性影响、各细分产品的市场前景及募投项目进展等问题进行了互动交流。

1、受益于下游行业产销两旺,景气度有望延续。自去年下半年以来,下游空调行业的产销状况良好,厂商库存保持低位,而今年上半年空调产销量分别实现增长 51%和 41%,带动公司空调阀类产品连续十五个月保持高景气度,我们预计 3 季度在偏热天气的刺激下,公司的产品销售依然可观,如 4 季度空调出口旺销,景气周期仍可能延续。同时,上半年城镇市场中高端多温区冰箱占比持续提升,公司对冰箱用电子阀产品的重视程度也有所提高,销售增速较快。

2、电子膨胀阀成为今年的明星产品。在新能效标准和节能补贴政策调整的预期下,今年上半年变频空调销量达到 726 万台,增长 61%,占内销比重也接近 20%,预计明年有望升至 50%。目前约一半左右的变频空调使用电子膨胀阀,公司在此产品上具有自主知识产权,可获得垄断利润,预计全年销量可达 300 万套,未来仍会依托市场不断做大规模。

3、中央空调阀募投项目迎合下游厂商扩产步伐。今年国内主流空调厂商格力、美的中央空调销售增速有望超过 50%,并于近期分别启动增发以扩大中央空调的产能,这间接反映了三花募投项目的市场前景,我们认为在此领域公司与下游厂商的合作将更加紧密,空间广阔,中长期可能会达到家用空调阀的规模,增发在年内获批的可能性也比较大。

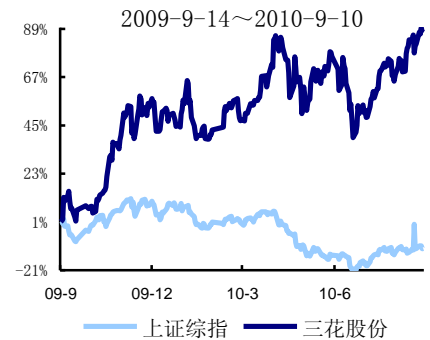
4、新能源项目顺利推进。在年初正式参股以色列 HF 公司之后,双方合作已进入技术研发阶段,公司取得了中国地区的独家经销权,此项目是公司中长期的最大看点。

5、产品线延伸想象空间大。目前公司已拥有 16 个产品系列,未来在制冷领域仍有较大的延展空间,比如冷库、冷藏车配件和智能控制器件、车载空调阀等,也不排除向制热领域继续拓展,凭借着充足的技术储备,后期将密切关注下游市场需求以决定发展方向。

5、由“成本领先”向“技术领先”顺利过渡。公司具备较好的技术根基,通过与下游企业密切合作紧跟国内外先进技术潮流,在技术应用和研发方面具备较强的灵活性和及时性。随着向“技术领先”型企业转型,未来将获得越来越多的国外企业认可,全球市场份额不断上升。丹麦的丹佛斯和美国的艾默生是公司中长期的发展方向。

投资建议与估值:预计公司未来 3 年 EPS 为 1.29、1.64 元和 2.05 元,考虑增发摊薄 EPS 为 1.09 元、1.38 元和 1.72 元,具备一定估值吸引力。公司的电子膨胀阀、冰箱用电磁阀和商用空调阀符合下游行业的发展趋势,已成为新的利润增长点,今年高景气周期有望延续。同时,公司已由“成本领先”向“技术领先”转型,成本控制力强,盈利能力可以保持,后期新能源项目、增发项目及其他领域的拓展也将锦上添花。给予“短期-强烈推荐,长期 A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	26400.00
流通A股(万股)	6876.07
52周内股价区间(元)	14.78-28.35
总市值(亿元)	73.50
总资产(亿元)	24.41
每股净资产(元)	4.75
目标价	6个月 32
	12个月 34.5

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-三花股份(002050):依托市场稳健成长,未来业绩驱动力充足》2010-08-03
- 2.《国都证券-公司研究-投资价值分析-三花股份(002050):以成本和技术为基石,依托市场稳健成长》2010-05-24

研究员:李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

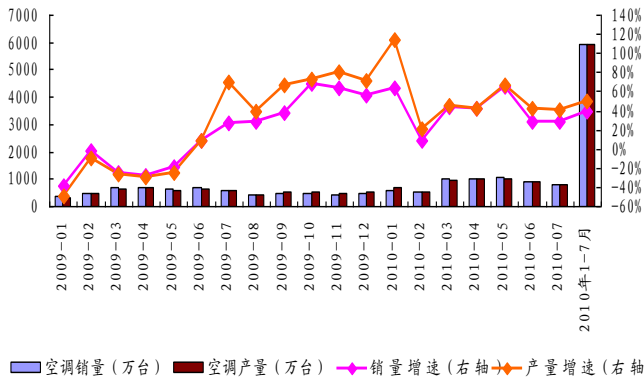
联系人:王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

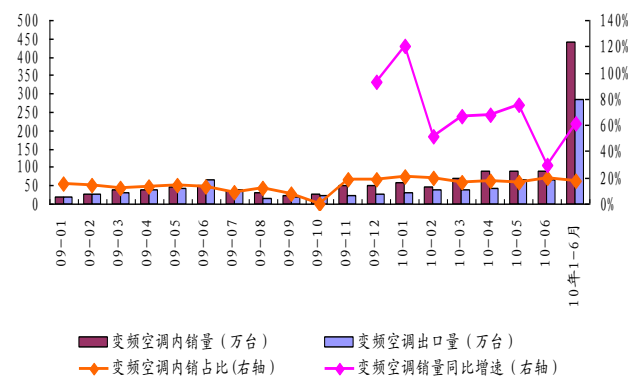
独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

图 1: 近两年下游空调行业月度产销情况



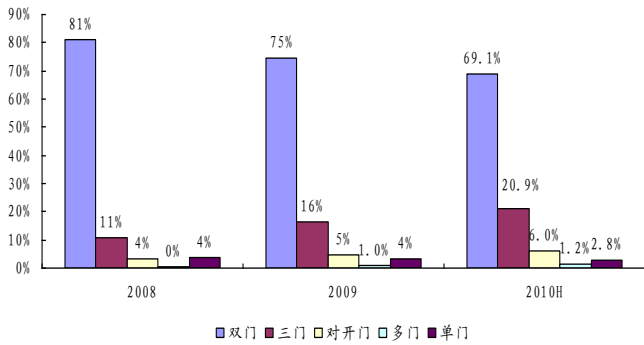
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 1: 近两年变频空调月度销售情况



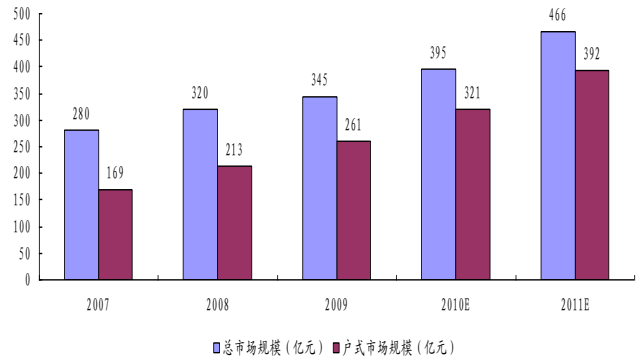
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图 3: 近几年高端冰箱销售占比逐年提升



资料来源：中怡康、国都证券研究所

图 4: 中央空调销售规模逐年扩大



资料来源：艾肯制冷家电网、国都证券研究所

表 1: 三花股份收入及毛利率假设

项目	2009	2010E	2011E	2012E
四通阀	93,534	113,176	126,757	141,968
截止阀	31,875	36,656	40,322	44,354
电子膨胀阀	8,661	17,149	30,525	49,450
电磁阀	7,447	11,706	16,739	21,761
冰箱用电磁阀	5,569	8,504	11,990	16,067
其他产品	56,953	68,344	78,595	90,384
收入合计	204,039	255,534	304,929	363,985
四通阀	18%	20%	21%	22%
截止阀	20%	22%	21%	21%
电子膨胀阀	43%	46.5%	45%	45%
电磁阀	46%	42%	42%	42%
冰箱用电磁阀	21%	26%	27%	30%
综合毛利率	27.55%	29.6%	29.9%	31.3%

资料来源：国都证券研究所

表 2: 三花股份盈利预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	2,040.39	2,555.34	3,049.29	3,639.85
营业收入	2,040.39	2,555.34	3,049.29	3,639.85
收入增长率	-16.5%	25.2%	19.3%	19.4%
二、营业总成本	1,734.12	2,069.55	2,424.53	2,851.42
营业成本	1,478.32	1,799.66	2,137.60	2,501.68
毛利率	27.5%	29.6%	29.9%	31.3%
营业税金及附加	6.52	5.11	6.10	7.28
销售费用	74.66	71.55	79.28	91.00
管理费用	154.84	155.88	170.76	203.83
财务费用	11.1	26.83	24.39	40.04
资产减值损失	8.67	10.22	6.10	7.28
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	4.41	1.50	1.5	1.5
投资净收益	20.54	15.00	20	20
汇兑净收益				
四、营业利润	331.21	502.30	646.25	809.94
加: 营业外收入	9.98	9.00	9	9
减: 营业外支出	4.5	4.00	4	4
五、利润总额	336.69	507.30	651.25	814.94
减: 所得税	49.61	96.39	130.25	162.99
加: 未确认的投资损失				
六、净利润	287.08	410.91	521.00	651.95
减: 少数股东损益	49.22	69.86	88.57	110.83
归属于母公司所有者的净利润	237.85	341.06	432.43	541.12
净利润增长率	-7.8%	43.4%	26.8%	25.1%
七、每股收益:				
基本每股收益(元)	0.9	1.29	1.64	2.05
稀释每股收益(元)	-	1.09	1.38	1.72

资料来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com